

Frankfurt am Main, den 27. Mai 2020

Kommentar zur aktuellen Marktentwicklung

Jüngste Entwicklungen

- Im vergangenen Monat setzte sich fort, was sich in den letzten Tagen im März abzeichnete: die Risikobereitschaft kehrte an die Finanzmärkte zurück. Damit schloss der weltweite Aktienmarkt (*MSCI World*, in EUR) im April mit einem Monatsplus von 11,1%, entsprechend fast einer Halbierung des Verlustes seit Jahresbeginn auf -10,3%. Maßgeblich getrieben war dies vom US-amerikanischen S&P 500 mit einem Kursanstieg im April um 12,7% (seit Jahresbeginn: -9,9%, jeweils in US-Dollar). Dahinter zurück blieben die Aktienmärkte in Europa und Japan mit +5,1% im Euro Stoxx 50 (seit Jahresbeginn: -21,8%), +9,3% im Dax (-18,0%) sowie +4,0% im japanischen Topix (-14,3%, jeweils in lokaler Währung).
- Diese Unterschiede reflektieren die verschiedene Bedeutung einzelner Sektoren in den jeweiligen Volkswirtschaften und Aktienindizes. Wo Banken zu den gewichtigen Sektoren zählen, wie zum Beispiel im Euro Stoxx 50 mit ca. 23%, hat die Schwäche des Finanzsektors mit einem Verlust von -25,7% seit Jahresbeginn (für den globalen Sektorindex *MSCI ACWI Financials*, in EUR) bedeutenden Einfluss. Umgekehrt profitiert der US-amerikanische Aktienmarkt von der hohen Bedeutung des Technologiesektors. Erwähnung verdient, dass der US-amerikanische Technologieindex Nasdaq 100 nicht nur im April mit einem Plus von +15,2% deutlich zulegen, sondern insbesondere, dass er damit seit Jahresbeginn mit einem Plus von +3,1% notiert (in US-Dollar, für EUR-Investoren damit mehr als 23% stärker als der deutsche Dax).
- Die wachsende Risikobereitschaft an den Aktienmärkten ist um so bemerkenswerter, als die jüngsten Konjunkturdaten die schlechten Aussichten bestätigten. So erwartet der Internationale Währungsfonds (IWF) nun für das laufende Jahr eine gravierende globale Rezession mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um -3%. Die Arbeitsmärkte verzeichnen Negativ-Rekorde: Mit 20,5 Millionen abgebauten Stellen (illustriert in unserer *Graphik des Monats*) sprang die Arbeitslosenquote in den USA im April auf 14,7%. In Deutschland meldeten Unternehmen 10,1 Mio. Arbeitnehmer zur Kurzarbeit an, fast jeden dritten sozialversicherungspflichtigen Beschäftigten. Nicht erfasst werden hiervon der Anstieg der Arbeitslosigkeit in Deutschland auf zuletzt 5,8% und die Risiken, denen die insgesamt ca. 4 Mio. Selbständigen (darunter ca. 2,2 Mio. sogenannte Solo-Selbständige) ausgesetzt sind.
- Sowohl die Rohstoff- als auch die Rentenmärkte tragen dieser konjunkturellen Skepsis stärker Rechnung als die Aktienmärkte. Breite Aufmerksamkeit fand die erstmals negative Preisbildung am Rohölmarkt für die Ölsorte *West Texas Intermediate* (WTI). Der negative Preis von -40,0 USD am kurzfristigen Terminmarkt reflektierte die Sorge der Kontrahenten, in Kürze physischen Lieferungen des „schwarzen Goldes“ entgegennehmen zu müssen, ohne auf noch verfügbare Lagerkapazitäten zurückgreifen zu können. Der niedrige Ölpreis reflektiert insbesondere den Rückgang des Flugverkehrs und der Mobilität, resultieren in normalen Zeiten ca. 58% der Ölnachfrage doch aus dem Transportsektor. Im Rentenmarkt reduzierten sich die Zinsaufschläge für Hochzinsanleihen, reflektierten jedoch mit ca. 7,8% in den USA und ca. 6,5% im Euroraum weiterhin hohe Ausfallrisiken.
- Die gesunkene Bonität von Unternehmen spiegelt die deutlich eingebrochenen Ertragsaussichten wider, sofern diese seriös zu schätzen sind und Unternehmen nicht ihre eigenen Prognosen vorübergehend einstellen. Entsprechend der jüngsten Quartalszahlen wird für das erste Quartal 2020 für die Unternehmen im europäischen Index Stoxx 600 mit einem Rückgang der Gewinne um 35% gegenüber dem Vorjahreszeitraum gerechnet.

- Anhaltende Risikoscheu zeigt sich auch an den Währungsmärkten, indem sogenannte Fluchtwährungen zum Monatsende höher notierten. Seit Jahresbeginn sank der Außenwert des Euro gegenüber dem Schweizer Franken um 3,0% und gegenüber dem japanischen Yen um 3,7%. Am deutlichsten zeigt sich diese Entwicklung im ausgeprägten Anstieg des Goldpreises. Mit einem Anstieg von 6,8% im Berichtsmonat notierte Gold damit zum Monatsende 16,1% höher als zum Beginn des Jahres und markierte mit EUR 1.568 pro Feinunze ein historisches Hoch.
- Damit bietet der April ein insgesamt ambivalentes Bild. Der breiten Skepsis zur weiteren konjunkturellen Entwicklung und zur Ertragslage der Unternehmen zum Trotz stiegen die Aktienkurse. Eine Erklärung bietet das historisch beispiellose konzertierte Eingreifen von Zentralbanken und Regierungen, wirtschaftliche Aktivitäten zu fördern und Unternehmen vor der Insolvenz zu schützen. Bei tendenziell weiterhin niedrigen Gewinnerwartungen und steigenden Kursen sind damit die Aktienmärkte im April teurer geworden: Für den US-amerikanischen S&P 500 liegt damit das Kurs-Gewinn-Verhältnis (gleitend, über zwölf Monate) erstmals seit 18 Jahren über 20.

Unsere Einschätzung

- Die jüngst einsetzende Erholung der Aktienmärkte interpretieren wir nicht als den Beginn einer nun anhaltenden, stetig verlaufenden realwirtschaftlichen Erholung. Dafür halten wir das Risiko einer sogenannten „zweiten Welle“ von Beschränkungen im öffentlichen und wirtschaftlichen Leben für zu hoch und nicht nur viele Schwellenländer, sondern auch die USA in ihren Gesundheitssystemen für zu anfällig. Dennoch erwarten wir nach wie vor, dass die Rezession kurz bleibt und im kommenden Jahr von deutlichem Wachstum abgelöst wird.
- Zudem halten wir es für verfrüht, die Auswirkungen der Corona-Pandemie und der Maßnahmen zu ihrer Eindämmung auf wirtschaftliche Aktivitäten belastbar zu antizipieren. Wie Einzelhändler derzeit erfahren, bedeutet die Öffnung von Läden allein noch keinen Umsatz. Zu unseren Erwartungen zählen neben weiterhin zwingend niedrigen Zinsen, tendenziell steigender Inflation, steigender Sparneigung, steigenden Investitionen in Digitalisierung und wachsender Skepsis gegenüber Angeboten von gemeinschaftlichem Wirtschaften („*shared economy*“) auch wachsendes Konfliktpotential sowohl im Verhältnis von Jung und Alt in den Industriestaaten als auch geopolitisch zwischen den USA und China.
- Welche Sektoren und Geschäftsmodelle ein attraktives Rendite-Risiko-Profil aufweisen, bedarf unter diesen Vorzeichen der Neubewertung. Dies illustriert die Anfälligkeit nicht nur von Unternehmensanleihen, sondern auch von Unternehmen mit bislang stabilen Dividendenzahlungen im derzeitigen Marktumfeld. Zahlreiche Unternehmen gaben bereits bekannt Dividendenzahlungen auszusetzen, zu kürzen oder zu streichen. Insbesondere Finanzinstitute und Energieunternehmen, auf die gemeinsam fast 40% der globalen Dividendenzahlungen entfallen, sind wirtschaftlich und teils auch regulatorisch zu diesen Schritten gezwungen.
- Nach dem deutlichen Abbau von Marktrisiken halten wir an unserer Zurückhaltung gegenüber Renten weiterhin fest. Zugleich haben wir im Berichtsmonat die Aktienquote sukzessive auf eine neutrale Gewichtung erhöht.

